

9月经济数据：维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断

核心观点

我国三季度GDP同比增长3.9%，较二季度上升3.5个百分点，高于我们预期，也高于市场一致预期3.7%。三季度经济整体表现出高韧性，经济总体回稳，环比明显改善（三季度GDP经调整季节因素后环比增速3.9%）。其中，9月工业增加值+6.3%，表现强劲；固定资产投资结构持续优化，制造业、基建投资增速维持两位数增长。我们认为产业政策支持下制造业将持续成为经济增长的重要支柱，经济呈现出弱修复节奏，我们维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断。

权益市场方面，预计A股行情将表现为结构化特征，看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计10年期国债收益率在2.6%-2.8%之间震荡。

□ 工业强劲超预期，基数影响较大

9月规模以上工业增加值同比增长6.3%，大超市场预期（4.8%）及我们预期（5.5%），较上月环比增长0.84%，环比大幅提速，三季度同比增长4.8%。虽然国内疫情反复但供应链总体保持稳定，疫情对工业影响较为有限，房地产相关产业链修复较弱，但在去年同期能耗双控限电导致的低基数影响下，读数较上月有所抬升。9月份全国服务业生产指数同比增长1.3%，比上月回落0.5个百分点，回落的主因在于国内疫情反复涉及区域较多，对人的流动有所影响。

□ 疫情多地散发，就业压力仍存

9月全国城镇调查失业率为5.5%，较前值上行0.2个百分点。7月份以来全国疫情一直保持多地散发、多地频发的态势，对就业稳定性相对较低的岗位形成冲击，外来农业户籍人员失业率上升0.5个百分点至5.5%。

□ 社零同比回落，存在修复空间

9月社会消费品零售总额同比+2.5%，前值5.4%，社零增速回落，一方面去年基数较高，另一方面疫情对人员流动产生一定扰动，跨城出行和市内出行数据出现了阶段性回落，中秋旅游和全国票房等数据均表现欠佳。不过，在促消费政策等的持续推动下汽车产销依然维持快速增长态势。

□ 固定资产投资结构持续优化，制造业维持韧性

1-9月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.9%，比1-8月份上涨0.1个百分点，基本符合我们前期判断，低于市场一致预期0.1个百分点（Wind一致预期为6.0%），制造业投资仍蕴藏较大预期差。分领域看，制造业投资增长10.1%，基础设施投资（不含电力）同比增长8.6%，房地产开发投资下降8.0%。从当月同比看，制造业投资同比增长10.7%，基础设施投资（不含电力）同比增长10.5%，房地产开发投资下滑12.1%。9月房地产投资仍处于下滑通道，地产销售尚未走出困境；制造业投资增速较上月上升0.1个百分点，维持高增长，基建投资增速相较上月有所回升。预计全年制造业投资保持10.0%左右增速，高技术制造业延续20%以上增速。

□ 风险提示

疫情超预期恶化；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《二十大解读：统筹发展与安全》 2022.10.16

2 《9月通胀解读：食品涨、核心弱，CPI难破“3”》
2022.10.14

3 《铁路罢工后遗症初现，密切关注扩散压力——9月美国CPI数据传递的信号》 2022.10.14

正文目录

1 三季度 GDP 增速 3.9%，显著超出市场预期.....	4
2 工业强劲超预期，基数影响较大	6
3 疫情多地散发，就业压力仍存	7
4 社零同比回落，存在修复空间	8
5 投资动能边际回升，制造业延续挑大梁	10
5.1 景气度持续改善，制造业维持高增长	12
5.2 保交楼措施卓有成效但居民预期尚未扭转，地产投资仍面临下行压力	13
5.3 高温天气扰动，基建回升有限	15
风险提示	16

图表目录

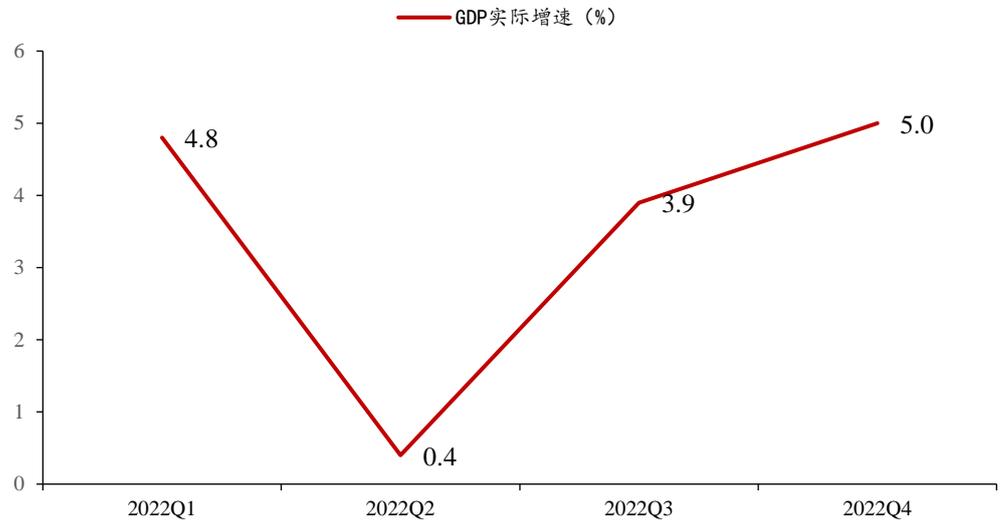
图 1: 2022 年三季度 GDP 增速 3.9% (其中四季度为预测值)	4
图 2: 工业增加值、服务业生产指数当月同比 (%)	5
图 3: 社零、出口金额当月同比, 固定资产投资累计同比(%)	5
图 4: 拥堵延时指数: 上海	5
图 5: 拥堵延时指数: 北京	5
图 6: 拥堵延时指数: 广州	6
图 7: 拥堵延时指数: 深圳	6
图 8: 工业增加值主要门类: 9 月同比	7
图 9: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	7
图 10: 9 月全国城镇调查失业率 5.5%, 较 8 月上行 0.2 个百分点	7
图 11: 7 月份以来全国疫情多地散发、多地频发 (单位: 例)	7
图 12: 三季度工业产能利用率低于往年同期水平	8
图 13: 3 月份以来, 工业企业利润增速连续下降	8
图 14: 9 月社零同比增速回落至 2.5%	8
图 15: 9 月乘用车销量稳步上升	8
图 16: 地铁客运量 9 月份有所回落	9
图 17: 9 月民航执飞量显著回落 (单位: 班次)	9
图 18: 中秋假期旅游数据表现欠佳	9
图 19: 9 月单月票房为 2013 年以来最低水平 (单位: 亿元)	9
图 20: 宅经济和必需品增速领先	10
图 21: 制造业投资是经济增长的首要贡献	11
图 22: 固定资产投资各领域 9 月当月同比增速	11
图 23: 房地产投资各项累计同比增速 (%)	14
图 24: 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市 (共计 23 个)	14
图 25: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算	15
图 26: 螺线差回升反映基建需求回暖	16
图 27: 9 月水泥价格指数适当回升	16
表 1: 国庆节前夕, 全国多地举行重大项目集中开工签约	11
表 2: 9 月高技术制造业当月同比增速较快 (单位: %)	13

1 三季度 GDP 增速 3.9%，显著超出市场预期

我国三季度 GDP 增长 3.9%，较二季度 GDP 上升 3.5 个百分点，高于我们预期，高于市场一致预期（Wind 市场一致预期为 3.7%）。初步核算，前三季度国内生产总值 870269 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.0%。分产业看，第一产业增加值 54779 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 350189 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 465300 亿元，增长 2.3%。分季度看，分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.8%，二季度增长 0.4%，三季度增长 3.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长 3.9%。

三季度经济整体表现出高韧性，呈现弱修复态势，经济明显改善，9 月基建和制造业投资较强，社零同比增速回暖。9 月地产销售数据仍处在筑底阶段，地产投资当月增速为 -8.0%，较前值继续回落 0.6 个百分点，但托底基建投资提速，以高技术制造业为首的制造业投资与企业盈利背离，延续挑大梁态势，基建和制造业投资当月增速分别达到了 10.5% 和 10.7%。

图1：2022 年三季度 GDP 增速 3.9%（其中四季度为预测值）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从需求侧看，9 月社零同比增速 0.7%，较前值 -0.7% 回升 1.4 个百分点，三季度需求端仍然受制于疫情影响，表现出弱修复，高韧性。消费方面，三季度整体客运高频指标表现欠佳，线下消费依然受到疫情影响复苏较慢，政策推动下车市持续高景气度，整体消费展现出高韧性。外需方面，9 月出口同比增长 10.7%，主要受内疫外需的扰动。我们认为后续出口的韧性在于全球经济衰退的背景下海外供给低迷，我国仍具有供给优势。

从供给侧看，工业生产弱修复，前三季度规模以上工业增加值同比增长 3.9%，比上年加快 0.5 个百分点，8 月工业让电冲击是阶段性扰动总体影响可控，需求端房地产投资走弱是导致工业生产呈现弱修复态势的核心原因。在国内供应链稳定、制造业投资强劲、出口韧性的支撑下，工业生产仍将保持恢复势头。服务业方面，9 月服务业生产指数同比增长 1.3%，较前值回落 0.5 个百分点，疫情反复下服务业的复苏仍受到较大制约。

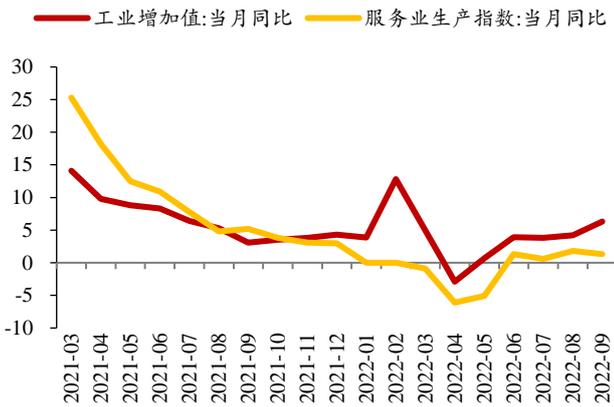
从政策层面看，9 月 28 日李克强总理在四季度工作推进会议上指出要继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好近期出台的两项重要政策工具。一是用好政策性开发性金融工具，加快基础设施项目建设。二是用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进

制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造。各部门要配套完善已定若干重大措施，抓紧出台细则，切实保障民生，在第四季度将低保边缘户阶段性纳入低保补助。政策端持续支持制造业升级改造，我们认为制造业将持续成为经济增长的重要支柱。

从市场预期看，目前仍处于状态。央行《2022年第三季度城镇储户问卷调查报告》显示三季度消费者收入感受指数为47.0%，较上季上升2.5个百分点，收入信心指数46.5%，比上季上升0.8个百分点，收入信心环比改善但仍处在50%水平线以下，就业感受指数为35.4%，较上季回落0.2个百分点，就业预期指数45.3%，较上季上升0.8个百分点，居民储蓄意愿依然较强，消费者对未来预期依然较弱。从北上广深四大城市的拥堵指数可以看出，北京上海今年受疫情影响，居民出行率较2021年有所下降，广州深圳受影响相对较小，出行率较去年有所回升。目前来看市场整体预期尚未明显改善。

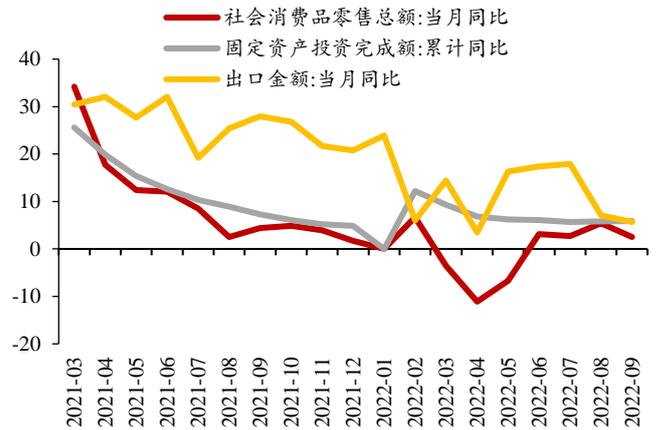
展望全年，我们维持全年经济增长呈现“耐克型”走势的判断。权益市场方面，预计A股行情将表现为结构化特征，看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计10年期国债收益率在2.6%-2.8%之间震荡。

图2：工业增加值、服务业生产指数当月同比（%）



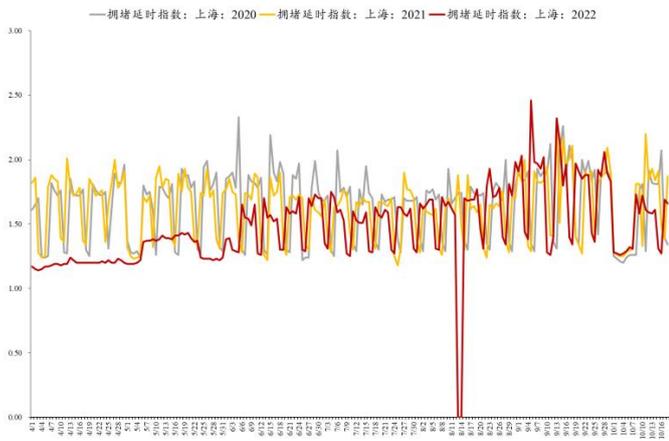
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：社零、出口金额当月同比，固定资产投资累计同比(%)



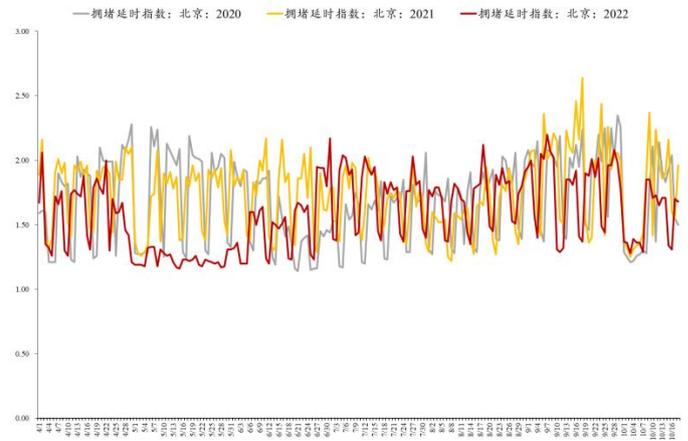
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：拥堵延时指数：上海



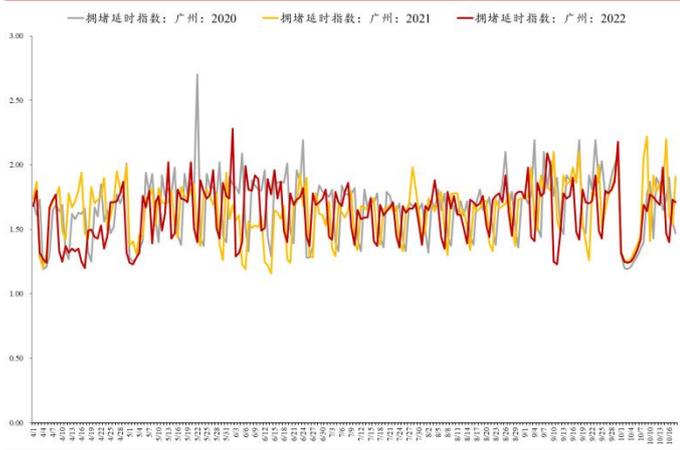
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：拥堵延时指数：北京



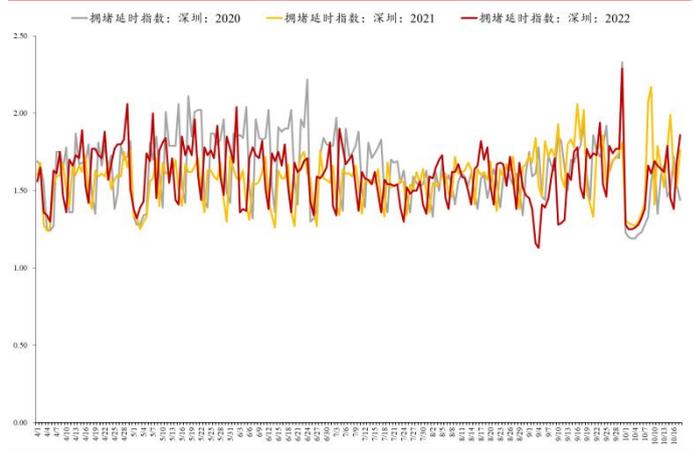
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6: 拥堵延时指数: 广州



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 拥堵延时指数: 深圳



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 工业强劲超预期，基数影响较大

9月规模以上工业增加值同比增长6.3%，大超wind一致预期(4.8%)及我们预期(5.5%)，较上月环比增长0.84%，环比大幅提速，三季度同比增长4.8%。虽然国内疫情反复但供应链总体保持稳定，对工业影响较为有限，房地产相关产业链修复较弱，但在去年同期能耗双控限电导致的低基数影响下，读数较上月有所抬升。

9月工业生产景气回升但有所分化，地产偏弱使得相关工业链条复苏未有强劲表现。9月房地产商务活动指数仍处于收缩区间，销售数据在9月中下旬起边际略有所改善但总体仍偏弱。从高频数据上看，与地产链相关的黑色系开工率、达产率及产量环比上月有所回升。此外，汽车半钢胎开工率小幅回落但显著高于去年同期，PTA产量强于去年同期。受天气高温退坡影响，南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量环比大幅回落，9月份第二产业用电量同比增长3.3%。

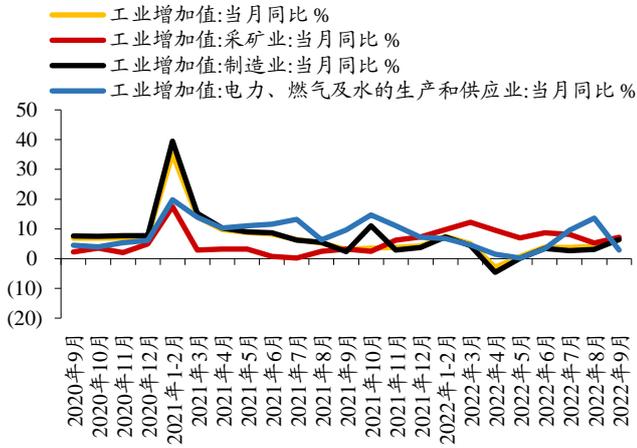
9月国内需求对工业生产有所支撑，其中制造业及基建投资向好、出口有韧性、消费复苏支撑较为正面，对工业生产的支撑扰动主要在地产投资。在内需方面，由于前期高温天气受限的基建项目施工进度在9月回补，制造业投资保持较高景气，此两项需求对当前工业生产的支撑作用较为积极。消费弱复苏对工业生产亦有一定支撑作用。但地产投资不振对钢铁、水泥、相关机械设备等中游产业生产强度的恢复有一定影响。在外需方面，由于我国较海外仍有较大的供给优势，出口仍有韧性，对工业生产支撑作用积极。

9月份全国服务业生产指数同比增长1.3%，比上月回落0.5个百分点，回落的主因在于国内疫情反复涉及区域较多，对人的流动有所影响。据交通运输部数据，9月份31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团客运量环比降低9.5%，同比降低11.2%。9月生活性服务业商务活动指数降至收缩区间，其中零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数均低于45.0%，回落幅度较大。

从分项数据上看，9月份采矿业增加值同比增长7.2%、制造业大幅回升至6.4%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.9%。分产品看，新能源新材料产品继续保持高速增长，其中太阳能工业用超白玻璃、多晶硅、单晶硅等新材料产品产量同比分别增长83.2%、56.1%、53.9%；充电桩、风力发电机组、光伏电池等新能源产品产量同比分别增长81.5%、47.1%、30.8%。我们主要关注的工业产品产量中，9月份汽车(25.4%)、原煤(12.3%)、十种有色金属(8.8%)、钢材(12.5%)和水泥(1.0%)正增，发电量(-0.4%)小幅回落。

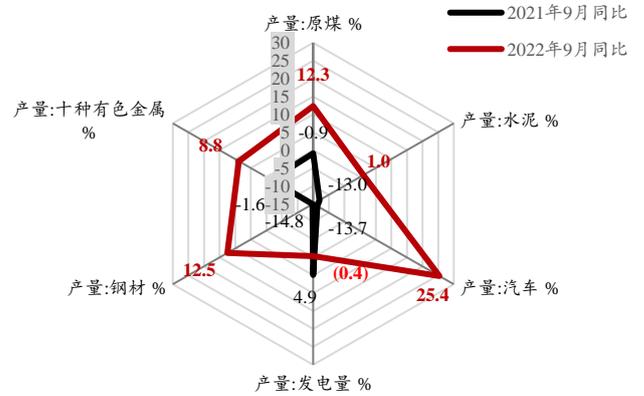
10月影响工业生产强度的核心变量仍在地产链修复情况，国内疫情扰动可控，在去年能耗双控导致的低基数下，工增读数或仍将强劲。

图8：工业增加值主要门类：9月同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图9：主要工业产品产量增速与去年同期对比

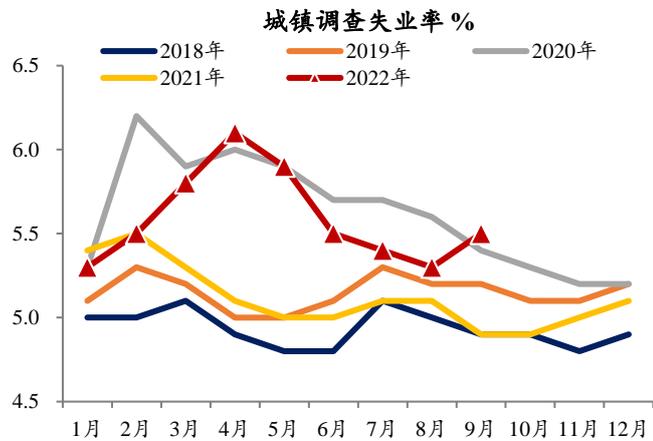


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3 疫情多地散发，就业压力仍存

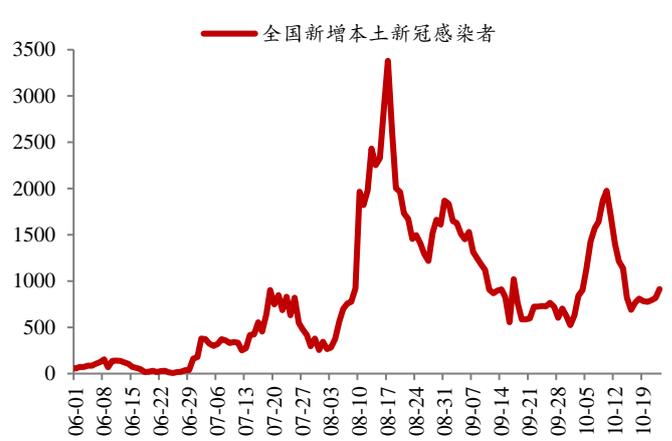
9月全国城镇调查失业率为5.5%，较前值上行0.2个百分点，多地疫情散发多发导致失业率有所上行。一方面，7月份以来全国疫情一直保持多地散发、多地频发的态势，对就业产生一定影响，尤其对就业稳定性相对较低的岗位形成冲击，外来农业户籍人员失业率上升0.5个百分点至5.5%。另一方面，工业企业利润增速连续回落，产能利用率整体下行，用工需求随之回落，9月25-59岁就业主力人群失业率上行0.4个百分点至4.7%。

图10：9月全国城镇调查失业率5.5%，较8月上行0.2个百分点



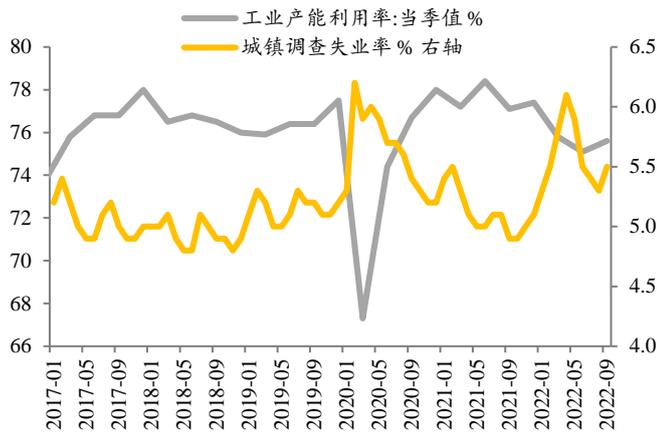
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：7月份以来全国疫情多地散发、多地频发（单位：例）



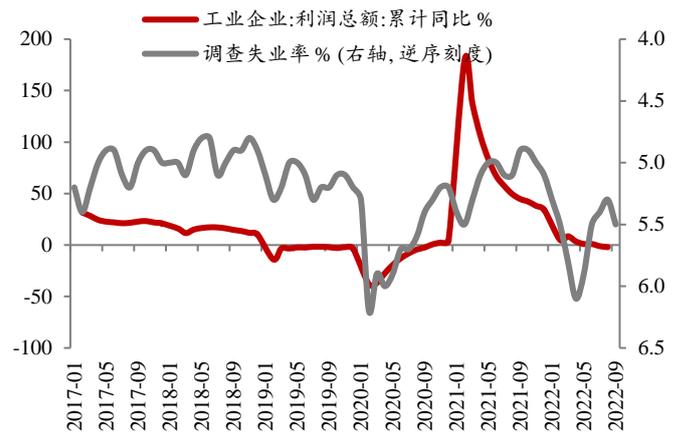
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12: 三季度工业产能利用率低于往年同期水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 3月份以来, 工业企业利润增速连续下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

向前看, 调查失业率中枢有望进一步下行, 能够顺利完成全年平均 5.5% 的预期目标。其一, 国庆之后、春节之前没有重要节假日, 下一阶段大规模的人员流动减少, 疫情感染人数有望持续下降、波及范围缩小, 对本地服务业就业形成一定支撑。其二, 保就业稳增长措施仍在陆续出台落地, 用工需求将进一步提振, 就业形势稳中向好。

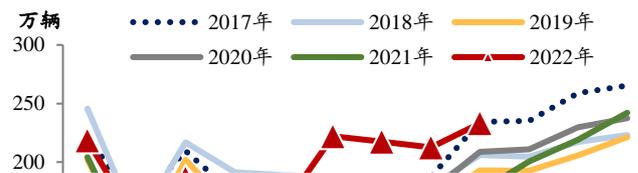
4 社零同比回落, 存在修复空间

9月社会消费品零售总额同比+2.5%, 前值 5.4%, 社零增速回落。一方面, 去年同期基数走高, 从三年复合增速来看, 9月复合增速 3.4%, 前值 2.8%。另一方面, 9月疫情依然频发, 对人员流动与物流产生一定的扰动, 跨城出行和市内出行数据出现了阶段性回落, 中秋旅游和全国票房等数据均表现欠佳。不过, 在促消费政策等的持续推动下汽车产销依然维持快速增长态势, 持续向好, 带动行业企稳回升。

图14: 9月社零同比增速回落至 2.5%



图15: 9月乘用车销量稳步上升



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47679

